

# 今週のトピック – 2015年5月18日

図1では2015年4月29日から本格的に始まった主要国の10年国債利回りの急上昇の内訳を見ていきます。こちらの図では、ドイツ国債金利の上昇につられ各国の名目金利が上昇した背景には、インフレ見通しの上昇（ただし英国を除く）よりも、実質金利の上昇が大きく影響したということがわかります。

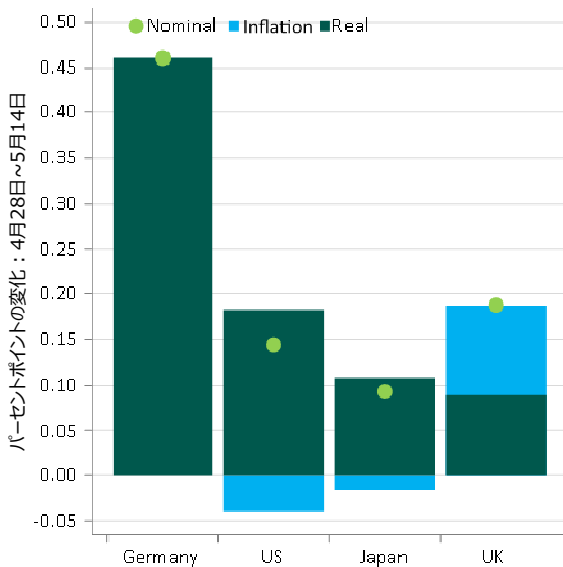
## 主要国債利回りの急上昇を紐解く

図2は、ドイツ国債金利が上昇する以前の名目金利の低下は、期待インフレ率の上昇を上回る幅の実質金利の低下を反映したものであったということを示しています。ドイツの実質国債金利の低下は特に顕著で、米国において量的緩和（QE）策が導入された際の米国債の実質（および名目）金利の上昇とは対照的です。他の主要国債市場においても実質金利の低下が名目金利の低下につながっていることがわかります。



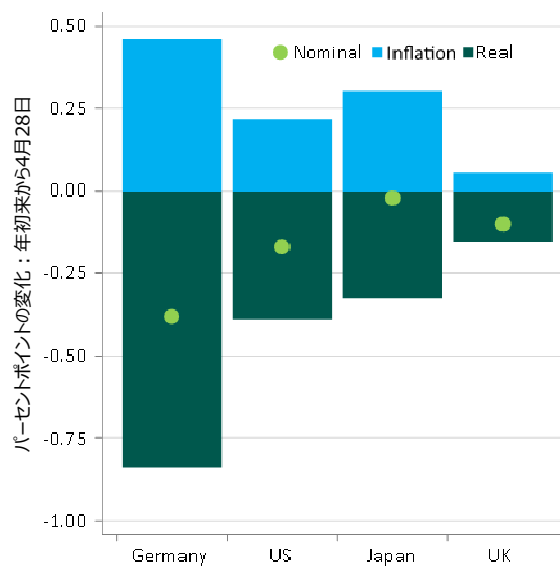
**デビッド・ライリー**  
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

図1. 主要国債利回りの急上昇分の内訳



出所：Macrobond, Bloomberg, BlueBay, 2015年5月15日時点

図2. 金利急上昇以前の主要国債利回りの変化



出所：Macrobond, Bloomberg, BlueBay, 2015年5月15日時点

## 金利上昇前の主要金利の変化

主要国における実質金利の上昇（欧州および日本ではマイナス金利のままですが）、および資源価格の反発、さらにグローバル社債およびエマージング資産が底堅く推移していることは、投資家のグローバル経済見通しの改善を示唆しています。ブルーベイでも、グローバル経済およびインフレ率が2015年1-3月期に底打ちし、今後年末に掛けてともに回復していくという見通しを共有しています。

ただし、投資家の経済見通しに大きくポジティブに寄与すべく経済ニュースは特段見られません。実質金利の上昇は、ユーロ圏で良好な内容の経済指標の発表が相次いだことに対するやや遅れた反応であった可能性があります。結果的に、ドイツ国債のロング・ポジションの集中と、ECBによる債券購入による下支え効果が、ユーロ圏の経済見通しの改善によって薄れてしまったと言えます。そういった意味で、今回のドイツ国債市場のボラティリティ上昇の時期および振れ幅は実質的に需給によるものであったと言えます。

ファンダメンタルズと資産評価の関係は、ゼロ/マイナスの政策金利やQE、および規制等によって歪んだり偽られたりすることがあります。それでもなお、将来の経済成長やインフレに関する見通しは、主要国債金利の変動をもたらす重要な要素となります。投資家は、ファンダメンタルズおよび価格評価から離れ、中央銀行の政策による需給要因のみを重要視してしまうことに注意しなければなりません。実質金利の今後の一段の上昇を正当化するためには、2015年1-3月期の米国経済の低迷は持続的な経済成長の停滞を示唆するものではなく一時的なものであるという証拠、および欧州や日本、中国における経済活動が今後加速していく兆しが見られる必要があると考えています。米FRBが利上げ開始に向けて準備を整える必要があるのと同様に、投資家も経済指標を注視しながら心を切り替え、ポートフォリオを状況に応じて調整していくことが必要となります。